

证券研究报告—动态报告/公司快评

建材

水泥 II

华新水泥 (600801)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2021年06月16日

收购大股东海外资产，助力实现倍增发展

证券分析师：黄道立 0755-82130685
证券分析师：冯梦琪
证券分析师：陈颖

huangdl@guosen.com.cn
fengmq@guosen.com.cn
chenying4@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511070003
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521040002
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518090002

事项：

公司于6月11日公告，第十届董事会第三次会议审议通过了《关于收购拉豪赞比亚、马拉维水泥及相关业务之关联交易的议案》。

国信建材观点：1) 收购大股东海外资产，加大海外业务拓展力度：此次收购完成后，公司海外水泥产能有望增加175万吨/年，未来还有望利用项目储备的石灰石资源扩大水泥产能，实现海外项目滚动发展，进一步拓展“一带一路”沿线国家发展空间，加速海外业务发展。2) 湖北地区建设具备弹性，水泥需求获得支撑：在去年下半年至今的下游存量和新建工程项目持续推动下，湖北省整体基建端保持复苏趋势，随着项目的持续推进，预计全年湖北地区水泥需求具备明显支撑。3) 两湖地区价格以稳为主，西南供需格局边际改善；4) 风险提示：区域新增产能超预期；成本端上涨超预期；海外项目推进不及预期。5) 投资建议：全产业链一体化发展，倍增计划彰显信心，维持“买入”评级：依托产业链一体化业务布局，公司制定了五年“倍增计划”，彰显公司对未来发展的信心，我们预计21-23年归母净利润为65.8/73.1/78.8亿元，EPS为3.14/3.49/3.76元/股，对应PE为6.5/5.8/5.4x，维持“买入”评级。

评论：

■ 收购大股东海外资产，加大海外业务拓展力度

根据公告，公司董事会审议批准公司以华新（海南）投资有限公司为直接买方，以Lafarge Zambia Plc（赞比亚）整体企业价值1.5亿美元、Lafarge Cement Malawi Ltd（马拉维）整体企业价值1000万美元为定价基础，预计收购总价1.6亿美元左右，收购Financière Lafarge SAS和其全资子公司Pan African Cement分别持有的Lafarge Zambia Plc 24.9%和50.1%（总计75%）的股权、Pan African Cement持有的Lafarge Cement Malawi Ltd 100%的股权、以及可能收购社会公众持有的Lafarge Zambia Plc最高达25%的股权。

从收购的两家公司具体情况来看，Lafarge Zambia Plc在赞比亚拥有2家水泥工厂和1家骨料工厂，其中水泥产能150万吨/年，骨料产能60万吨/年，交易对价对应PE和PB分别为8.7x和1.9x，EV/EBITDA为7.1x；Lafarge Cement Malawi Ltd在马拉维拥有粉磨站产能25万吨/年，交易对价对应PB为0.5x，EV/EBITDA为14.2x。

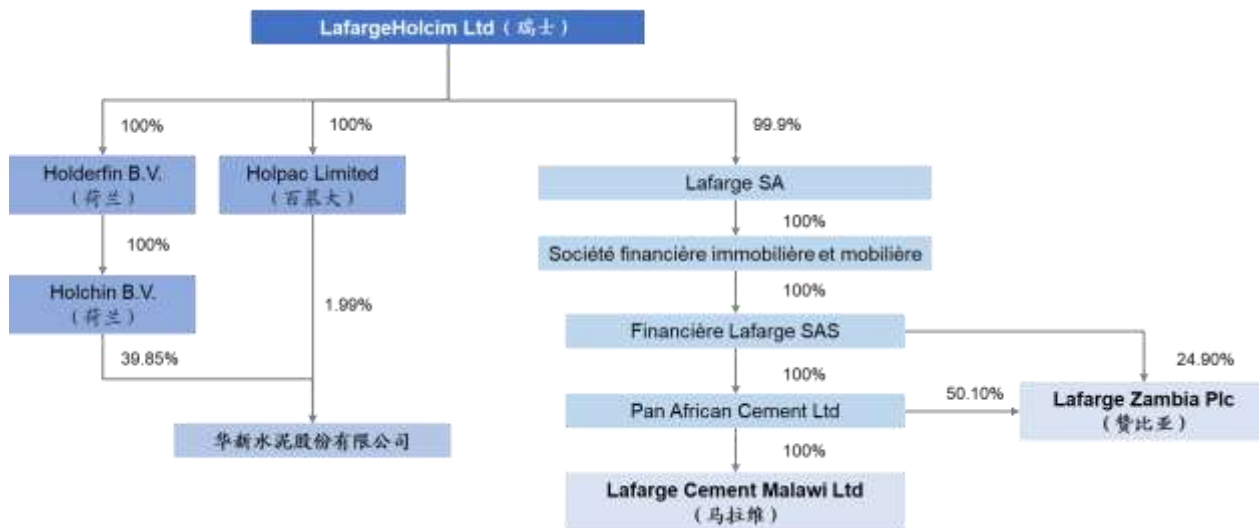
截至2020年末，公司海外水泥熟料产能为686万吨/年，水泥产能为917万吨/年，此次收购完成后，公司海外水泥产能有望增加175万吨/年达到1092万吨/年，并进一步完善非洲地区产能布局。公司此前在整合大股东西南地区的水泥资产和海外并购方面具备丰富经验，未来有望通过在水泥领域的技术和人才优势，对并购资产进行必要的整改以提高设备运行效率，同时在管理方面降本增效，提高资产竞争力和业绩，未来还有望利用项目储备的石灰石资源扩大水泥产能，实现海外项目滚动发展，进一步拓展“一带一路”沿线国家发展空间，加速海外业务发展。

表 1: 标的公司基本情况

公司	产能	营业收入 (万美元)	净利润 (万美元)	收购价格 (万美元)	资产负债率 (%)	净利率 (%)	EV/EBITDA	地区同类公司 EV/EBITDA 范围	PB	PE
Lafarge Zambia Plc	水泥 150 万吨/年 骨料 60 万吨/年	8008.58	1717.16	15000	29.06%	21.44%	7.08	约 6-11	1.94	8.74
Lafarge Cement Malawi Ltd	粉磨站 25 万吨/年	2223.66	-6.35	1000	37.33%	N/A	14.24		0.53	N/A

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 1: 公司收购拉豪赞比亚、马拉维水泥及相关业务构成关联交易

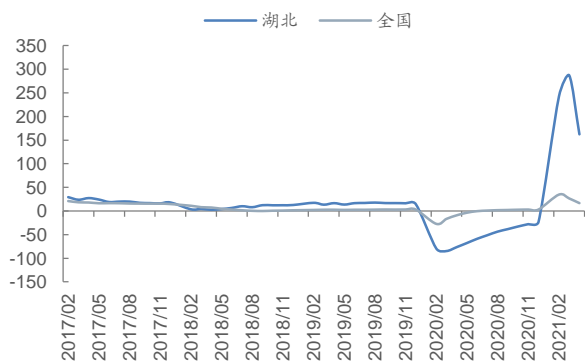


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

■ 湖北地区建设具备弹性, 水泥需求获得支撑

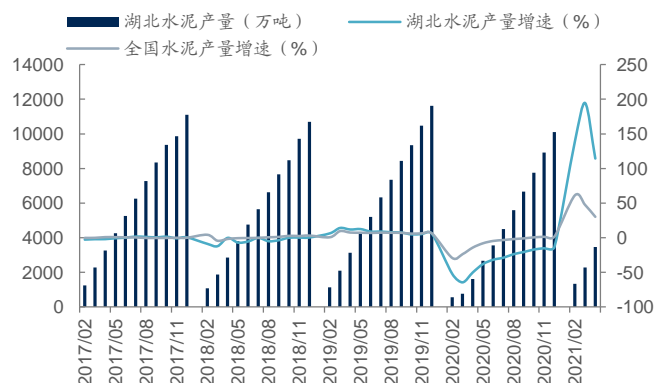
2020 年, 在疫情影响之下, 上半年湖北省经济状况基本处于停滞状态, 在经历复工复产需求短暂恢复后, 受洪涝灾害等恶劣天气状况影响, 需求再次受到一定冲击, 2020 年全年湖北省基建投资同比下降 22.8%, 水泥产量同比下降约 13%。在去年下半年至今的下游存量和新建工程项目持续推动下, 湖北省整体基建端保持复苏趋势, 截至今年 4 月, 湖北省累计基建投资完成额同比增长 162.5%, 项目落地施工保持恢复性增长并持续巩固, 今年 1-4 月湖北省水泥产量实现 3461 万吨, 同比增长约 115%, 随着项目的持续推进, 预计全年湖北地区水泥需求具备明显支撑。

图 2: 湖北省累计基建投资增速显著高于全国 (%)



资料来源: WIND、湖北省统计局、国信证券经济研究所整理

图 3: 湖北省水泥产量累计增速高于全国 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

■ 两湖地区价格以稳为主，西南供需格局边际改善

从公司水泥主要销售区域来看，两湖地区作为核心区域，今年上半年在需求推动下，整体处于高位水平，价格中枢约 503 元/吨，较去年全年同比提高 2.2%，近期受持续性降雨天气和高考影响，下游需求偏弱，同时钢材等价格上涨使得部分资金预算不足的工程开工率下降，部分工程项目阶段性停工，库存出现一定程度增加，展望全年，在整体两湖地区需求具备一定弹性的背景下，整体价格有望保持稳健运行。

西南区域方面，受过去几年异地产能置换带来的供给端增加影响，区域水泥价格呈现一定下行趋势，今年春节期间贵州、重庆等地严格执行错峰生产，节后库存表现良好，并率先全国开启涨价；受云南地区新增产能释放和需求恢复进度欠佳的影响，整体西南地区一季度价格仍呈现一定下降趋势。四月下旬以来，受益于天气晴好和下游市场需求不断恢复，各大主导企业引领行业自律，近期随着重庆、贵州执行二季度错峰停产和云南地区限电措施出台，区域供给格局得到一定边际改善，库存下降至历史同期最低水平，价格迎来修复上调。

图 4：两湖地区水泥价格



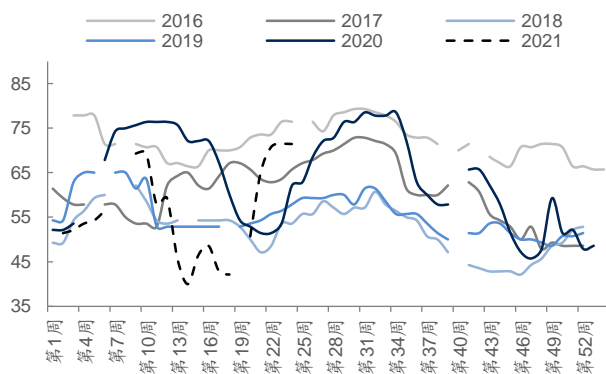
资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 5：西南地区（除西藏）水泥价格



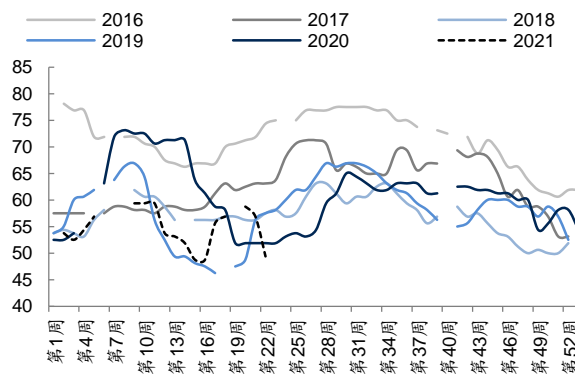
资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 6：中南地区水泥库容比历史同期对比 (%)



资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 7：西南地区水泥库容比历史同期对比 (%)



资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

■ 投资建议：全产业链一体化发展，倍增计划彰显信心，维持“买入”评级

公司是华中和西南地区水泥龙头企业，近二十年来，通过实施纵向一体化发展战略、环保转型发展战略、海外发展战略和高新建筑材料业务拓展战略，依托水泥业务，加速布局了骨料、混凝土、环保墙材、新型建材、环保协同处置、包装等业务，逐步成为国内领先的全产业链一体化发展的全球化建材集团，在业务布局、市场布局等方面形成协同效应和战略布局优势，未来业绩有望多点开花。依托产业链一体化的业务布局，公司制定了 2020-2025 年长

期发展规划与“倍增计划”，彰显公司对未来发展的信心，此次对大股东赞比亚、马拉维地区水泥及相关业务的收购，有望助力未来“倍增计划”的实现，我们预计 21-23 年归母净利润为 65.8/73.1/78.8 亿元，EPS 为 3.14/3.49/3.76 元/股，对应 PE 为 6.5/5.8/5.4x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	8642	12962	14259	15883
应收款项	1108	1368	1585	1788
存货净额	2349	2812	3151	3432
其他流动资产	2031	2238	2553	2697
流动资产合计	15135	20386	22553	24805
固定资产	22290	23858	25679	27857
无形资产及其他	4267	4096	3926	3755
投资性房地产	1725	1725	1725	1725
长期股权投资	512	512	561	586
资产总计	43929	50577	54443	58728
短期借款及交易性金融负债	2499	4047	2183	980
应付款项	5770	6977	7894	8683
其他流动负债	3333	3446	4020	4178
流动负债合计	11603	14470	14096	13841
长期借款及应付债券	5448	5448	5448	5448
其他长期负债	1138	1182	1266	1330
长期负债合计	6586	6630	6714	6778
负债合计	18189	21100	20810	20619
少数股东权益	2169	2289	2422	2566
股东权益	23571	27188	31210	35543
负债和股东权益总计	43929	50577	54443	58728

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	2.69	3.14	3.49	3.76
每股红利	1.42	1.41	1.57	1.69
每股净资产	11.24	12.97	14.89	16.95
ROIC	22%	22%	22%	22%
ROE	24%	24%	23%	22%
毛利率	41%	39%	39%	38%
EBIT Margin	26%	27%	27%	27%
EBITDA Margin	33%	33%	34%	34%
收入增长	-7%	18%	10%	7%
净利润增长率	-11%	17%	11%	8%
资产负债率	46%	46%	43%	39%
息率	7.0%	6.9%	7.7%	8.3%
P/E	7.6	6.5	5.8	5.4
P/B	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.4	5.6	5.0	4.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	29357	34538	38106	40926
营业成本	17440	20930	23321	25251
营业税金及附加	510	601	663	712
销售费用	2023	2193	2275	2316
管理费用	1605	1656	1695	1767
财务费用	306	371	306	192
投资收益	119	288	250	200
资产减值及公允价值变动	(76)	(50)	(50)	(50)
其他收入	183	(74)	(94)	(116)
营业利润	7699	8952	9953	10722
营业外净收支	(35)	0	0	0
利润总额	7664	8952	9953	10722
所得税费用	1490	1741	1936	2085
少数股东损益	543	634	705	760
归属于母公司净利润	5631	6576	7312	7877

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	5631	6576	7312	7877
资产减值准备	(132)	15	6	8
折旧摊销	1763	2296	2628	2919
公允价值变动损失	(81)	50	50	50
财务费用	306	371	306	192
营运资本变动	238	460	710	392
其它	388	105	128	136
经营活动现金流	7807	9502	10835	11381
资本开支	(2979)	(3769)	(4335)	(4985)
其它投资现金流	(1005)	0	0	0
投资活动现金流	(4082)	(3769)	(4384)	(5009)
权益性融资	112	0	0	0
负债净变化	1465	0	0	0
支付股利、利息	(2976)	(2959)	(3291)	(3545)
其它融资现金流	2719	1547	(1864)	(1203)
融资活动现金流	(191)	(1412)	(5155)	(4747)
现金净变动	3534	4321	1296	1625
货币资金的期初余额	5108	8642	12962	14259
货币资金的期末余额	8642	12962	14259	15883
企业自由现金流	5288	6363	7182	7089
权益自由现金流	9472	7612	5072	5732

相关研究报告

- 《华新水泥-600801-2020 年年报点评：业绩逐季恢复，看好区域需求弹性》——2021-03-30
 《华新水泥-600801-2020 年中报点评：疫情冲击短期业绩，全产业链布局助力中长期发展》——2020-08-30
 《华新水泥-600801-19 年年报及 20 年一季报点评：疫情冲击短期业绩，全面发展整体无忧》——2020-04-30
 《华新水泥-600801-2019 年中报点评：盈利能力再创新高，产业链扩张顺利》——2019-08-26
 《华新水泥-600801-重大事件快评：一季度业绩大超预期，全产业链拓展助力未来增长》——2019-04-10

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032